

Gobernanza y supervisión de los mercados financieros internacionales tras la crisis de 2008

JOSÉ CARLOS FERNÁNDEZ ROZAS *

I. GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

El deterioro de la soberanía del Estado se corresponde con el creciente poder y movilidad de los actores transnacionales privados, esto es, de las grandes empresas que no responden al interés común, sea en el plano nacional o global, y que encuentran en un mercado mundial desregulado al máximo el terreno propicio para la búsqueda del máximo beneficio[1]. Para ello mueven grandes sumas de capital y desplazan de un lugar a otro las actividades productivas, lo que a menudo despliega intensos efectos desestabilizadores para la economía real, el empleo, el bienestar de la población y el medio ambiente. Baste comprobar el origen de las principales crisis económicas que se han producido en el último siglo, de las cuales es un exponente la crisis financiera de 2008. Es cierto que la internacionalización y la privatización de la economía mundial, particularmente en el orden monetario y financiero, engloba profundas consecuencias para la existencia del Estado-nación independiente y soberano, que sigue siendo un supuesto fundamental del actual orden internacional, pues los fenómenos descritos no han generado un sistema mundial autorregulado al margen del control político, pese a las posiciones vertidas desde la ideología neoliberal. Pero no es menos cierto que los Estados nacionales están perdiendo el control de importantes esferas de actividad pública, como la oferta monetaria y los instrumentos esenciales de la política económica; con lo cual el contenido de la soberanía nacional y el papel del Estado-nación como actor de las relaciones internacionales hace tiempo que se ha diluido en un vasto mercado global[2].

Indicadores de esta afirmación no faltan. Baste comprobar la generalización de las denominadas administraciones o agencias independientes, administraciones bursátiles, centros estratégicos, etc..., que no participan de ninguna valoración ideológica y que no poseen legitimidad representativa alguna. A ello debe añadirse el papel que desempeñan determinadas instituciones privadas de supervisión, como las agencias de calificación de solvencia, que ha aumentado con la desregulación y la mundialización de los mercados financieros; estas agencias son actualmente instituciones fundamentales en la creación del orden y la transparencia en el mercado de capitales global actuando al margen de los Estados, a través de su autoridad de valoración de las deudas de los gobiernos; y lo propio cabe decir de la actuación de organismos independientes del sector privado (como el *International Accounting Standards Committee* –IASC–) que han trabajado intensamente para crear normas uniformes para las empresas y los gobiernos. Existe, pues, un “mercado” territorialmente abierto, consolidado con las características descritas, pero se carece de una reglamentación adecuada al mismo. Y lo propio acontece con el sistema financiero internacional que comprende esencialmente el control y la supervisión del acceso y del ejercicio de las entidades que operan en los diversos mercados.

No puede desconocerse que el FMI y el G-20 se han ido consolidando como las dos instituciones de referencia en materia de regulación financiera. La denominada “gobernanza global” tiene la ventaja de exteriorizar, un programa útil a través del cual se puede evaluar la autoridad de las instituciones multilaterales como el Banco Mundial o la OMC, o la manera en que éstas se sobreponen a los Estados. Pero desborda ampliamente este cometido y suscita la dificultad de identificar con exactitud las reglas globales emergentes, la acción de determinados foros no oficiales, y las interrelaciones continuas entre los diversos actores de las finanzas internacionales[3].

Hasta el presente se había supuesto que la globalización de los mercados y particularmente la integración de los mercados financieros internacionales, a los que acuden agentes de distintos países para realizar sus operaciones de inversión, financiación o compraventa de activos financieros, generaría una mayor eficiencia en la canalización del ahorro hacia la inversión y una mayor estabilidad del sistema. Como muchos de estos flujos financieros son de corto plazo, muy volátiles y especulativos, las finanzas internacionales se han convertido en el aspecto más inestable de la economía capitalista global[4]. La hegemonía adquirida por el capital financiero después del derrumbe del sistema cambiario de Bretton Woods (especialmente tras el famoso discurso del presidente Nixon de 15 de agosto de 1971), que puso fin a la convertibilidad del dólar, transfiguró la apertura del mercado de capitales en prioridad para los países en desarrollo y atribuyó a la inversión extranjera gran superioridad sobre la nacional.

II. REGULACIÓN V. DESREGULACIÓN

En el pasado, durante el periodo intervencionista del Estado, el sector financiero se caracterizaba por su alto grado de regulación cuya finalidad era la búsqueda del buen funcionamiento del sistema y la limitación de crisis bancarias que, en términos generales, estaban localizadas, controladas por el Estado en lo concerniente al riesgo y por los bancos respecto al crédito individual por medio de la vigilancia de los prestatarios. Una de las principales características de la regulación sobre el capital bancario tiene sus antecedentes en la *Federal Reserve Act* de 1913 que ya imponía requisitos mínimos de capital para ser miembro de la Reserva Federal; mas la crisis bancaria en EE UU en 1929 puso de relieve la necesidad de que las entidades de crédito contasen con un respaldo financiero para soportar pérdidas inesperadas. La existencia de fondos públicos de garantía de depósitos y la disciplina del mercado se limitaban a que los bancos mantuviesen niveles de capital adecuados al tiempo que los depositarios e inversores vigilaban las actividades de los bancos para impedir éstos asumieran demasiado riesgo: de ahí que tuviesen unos niveles de capital muy superiores a los actuales.

Desde la mitad de los años setenta del pasado siglo, la desregulación de los mercados financieros, la creación de nuevos instrumentos y los cambios tecnológicos han tenido un impacto mayor y han contribuido a un sistema financiero internacional altamente integrado que ha vinculado a las economías nacionales de manera más estrecha e incrementado el capital disponible para los países en desarrollo. Se produjo entonces un proceso de liberalización y de desregulación con el sucesivo desmantelamiento de las normativas y de los controles de la actividad financiera que fueron desplazados por un mercado que ofrecía mayor margen para la cobertura y la administración de los riesgos financieros en las transacciones transfronterizas. Al sistema de regulación

gubernamental, centrado preferentemente en el control de los movimientos de capitales, sobrevino un sistema promovido por los mercados, que liberó los flujos internacionales de capital. Precisamente uno de los postulados tradicionales del “Consenso de Washington” sostenía que las finanzas no sólo había que desregularlas sino, además, estimularlas exonerando de impuestos a las ganancias obtenidas y rebajando las tasas de intereses. A partir de aquí se han producido divergencias notables entre las posiciones de países como el Reino Unido que defiende y protege hasta el paroxismo a sus supervisores nacionales frente a otros países que reclaman un marco único de supervisión, una reglamentación global detallada y un control social eficaz para garantizar la confianza del público en los mecanismos de asignación del ahorro a la inversión.

No obstante, las crisis mexicana (1994–95) y la asiática (1997–98) mostraron que sin coordinación macroeconómica, sin una ordenación contable de mercados de solvencia y sin una supervisión y una regulación global, los incentivos podían ser perversos en algunos casos al desarrollar productos financieros de creciente complejidad que introducían una fuerte opacidad en el mercado. El resultado inmediato fue la necesidad de fortalecer, modificar o reconstruir el sistema a través de la creación de una “nueva arquitectura financiera internacional” (NAFI), concebida como la estructura de procedimientos y normas financieros que definen el alcance y las operaciones de los mercados financieros internacionales[5]. Esta iniciativa, que es la clave para recuperar la confianza de los mercados y evitar incurrir en los mismos errores del pasado escapando en todo caso a la sobre-regulación y a las intervenciones perjudiciales, precisa un marco institucional sólido en el que el sector privado supere los modelos de negocios fallidos del pasado, y en el que el sector público mejore su capacidad de supervisar y regular un mercado global como el financiero.

III. LIMITACIONES DE LA GOBERNANZA FINANCIERA INTERNACIONAL

En realidad, la gran variedad de asuntos a cubrir en este segmento y sus diversas ramificaciones han configurando en los últimos años un entramado de instituciones, internas e internacionales, acuerdos o foros de negociación, públicos o privados que, con mayor o menor grado de obligatoriedad, afectan a casi todos los campos de la actividad financiera[6]. Un entramado que exige como garantía de la estabilidad económica una cierta regulación de las entidades que operan en el sector que comprenda, entre otras cosas, la autorización para operar (control del acceso), la supervisión de su funcionamiento (control del ejercicio) y las sanciones por incumplimiento de las reglas[7].

La consolidación de las instituciones internacionales como centros de decisión y de autoridad política en el orden financiero aún está lejana y su papel en la toma de decisiones y en la mediación de intereses en la economía mundial es aún limitado. Puede que las finanzas hoy estén globalizadas, pero la política sigue siendo local. Las regulaciones financieras no son consecuencia de un ejercicio tecnocrático, sino, sobre todo, el resultado de un proceso de “alta tensión” política. Y como esos resultados varían de un país a otro, y de un continente a otro, es inevitable que el nuevo sistema regulador mundial esté abarrotado de incoherencias, contradicciones y lagunas.

Por lo pronto, se carece de una autoridad financiera mundial de carácter internacional que posea el necesario grado de independencia respecto de los Estados con competencias generales para

regular la actividad financiera internacional que desempeñan fundamentalmente los bancos y otras entidades de crédito, entidades de seguros, fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva y empresas de servicios de inversión. En la elaboración y unificación de este sector han participado y participan numerosas entidades de la más variada naturaleza: organizaciones gubernamentales y no gubernamentales tanto de carácter universal como de carácter regional. Estas entidades en un primer momento proyectan o elaboran normas y más tarde crean todo un sistema de difusión y seguimiento de las mismas con el objetivo de facilitar el acceso de los operadores a la información que sobre la doctrina y jurisprudencia creada en torno a ese nuevo cuerpo normativo existe en diversos países. Sin embargo, su importancia varía sustancialmente en orden a los objetivos descritos. Unas se dedican a formular textos normativos de mayor o menor alcance y otras son meras coadyuvantes en la regulación de este sector. Una clasificación de todas las entidades resulta de extraordinaria complejidad tanto por su procedencia, como por su dedicación a la materia, como por los resultados obtenidos. Sin entrar en estériles ejercicios cartesianos parece oportuno excluir la producción normativa que tiene como referente las operaciones financieras de carácter privado y que forma parte del Derecho de los negocios internacionales y en la que entidades como la Uncitral, el Unidroit, la Conferencia de La Haya de Derecho internacional privado o la Cámara de Comercio Internacional juegan un papel protagonista[8].

Se carece, asimismo, de una regulación global y de mecanismos eficaces de supervisión financiera tanto sobre aspectos claves en las políticas internas de los Estados como de las entidades de crédito con relevancia transnacional. Baste observar los controles que ejercen las organizaciones económicas internacionales sobre sus Estados miembros, unos controles que suelen ejercerse, más que *de iure*, de una manera pragmática (FMI). El actual proceso de internacionalización de signo marcadamente liberal ha traído consigo la existencia de un mercado financiero territorialmente abierto que carece de una reglamentación adecuada al mismo.

La labor de las entidades de control y de supervisión del acceso y del ejercicio de las entidades que operan en sus respectivos mercados y que realizan, no sin limitaciones esta función[9], se conoce como “gobernanza financiera”. A diferencia de lo que ocurre con las regulaciones nacionales, la regulación financiera internacional exige una cesión de soberanía no siempre fácil de aceptar por los Estados. Ello explica que estemos ante un sector caracterizado por un *soft law* que emana preferentemente de grupos de trabajo de carácter muy técnico[10], donde están representados los principales países desarrollados y con poco nivel de autonomía respecto de las autoridades nacionales[11]. Las normas resultantes, en lo concerniente a la supresión de las medidas de control de cambios o a la convertibilidad de las monedas, son adoptadas por los Estados con el apoyo sustancial del FMI lo que ha facilitado la autonomía de los mercados financieros y la constitución de un verdadero espacio financiero internacional. Y esto ha sido posible porque estos mercados responden a una tendencia de los Estados de que no exista una reglamentación rígida. Por último, debe reflexionarse sobre el ámbito y el alcance de la regulación y de la supervisión en este sector, pues sus limitaciones dan lugar a la existencia de un sistema financiero en la sombra, no sometido a regulación prudencial, que es uno de los factores de agravamiento de la crisis cuando ésta se produce.

La crisis de 2008 que afectó, en mayor o menor medida, a la estabilidad financiera de todos los países, fulminó un postulado vinculado con los fundamentalistas del mercado, la ideología de los

mercados libres y la liberalización financiera[12], poniendo en primer plano de actualidad la necesidad de una regulación financiera eficiente que actúe dentro de determinados parámetros de seguridad sistémica, y con una supervisión efectiva[13]. Una tendencia que reclama sistemas regulatorios que permitan prevenir los excesivos riesgos asumidos como práctica habitual por las instituciones financieras en los años recientes y una coordinación reguladora entre países desarrollados y en desarrollo; dicha tendencia pretende soluciones globales a partir del diálogo entre bancos centrales, supervisores y reguladores.

Si se quiere evitar que los sistemas financieros estatales corran el riesgo de ser contaminados por el inestable mercado mundial de capitales como producto de la flexibilidad de las tasas de interés y por el exceso de dinero que circula a escala mundial debería contarse con una entidad financiera internacional de supervisión. Es obvio que esta función correspondería *prima facie* al FMI, pero su sucesiva pérdida de prestigio descarta que pueda ser el instrumento adecuado y a ello hay que añadir la diversidad de sistemas en presencia y las dificultades de armonización[14]. Por esta razón, las principales economías del mundo se han visto obligadas a revisar las bondades de crear una estructura financiera estable a través de la cual se determinen los tipos de cambio para adaptarse a las necesidades del comercio internacional y se realicen los ajustes de acuerdo a las balanzas de pagos. Una estructura capaz de estabilizar las tasas de interés de las economías insertas en el esquema de integración, esto es, la revisión y corrección del modelo de Bretton Woods, así como eliminar el exceso de liquidez monetaria mundial pues es obvio que el FMI carece de instrumentos eficaces para conseguir un cierto grado de protección ante los riesgos sistémicos y que tal carencia es una de las claves de su eventual reforma[15].

IV. PAPEL DEL G-20: DEL FORO AL CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA

No puede desdeñarse la actuación del G-20 en la última crisis y la Cumbre de Washington del G-20 celebrada el 15 de noviembre de 2008 puede considerarse como una de sus reuniones más importantes, ya que trató de la reforma del sistema financiero mundial. En esta Cumbre surgió un compromiso para mejorar la cooperación y trabajar conjuntamente en la identificación e implantación de las reformas necesarias para mejorar el funcionamiento y la solvencia de los sistemas financieros mundiales. Fue propuesta por la UE y organizada por EE UU y en ella se desarrollaron temas de gran magnitud: a) fortalecer la transparencia y la responsabilidad en los mercados financieros; b) mejorar la regulación; c) evaluar de forma transparente los sistemas regulatorios nacionales; d) promover la integridad en los mercados financieros; e) intensificar las cooperación internacional; y f) reformar las instituciones financieras internacionales, aumentando el número de miembros de los países emergentes. El 2 de abril de 2009 se celebró la Cumbre de Londres donde los líderes mundiales se comprometieron a erigir un nuevo sistema de regulación internacional a través de acciones tales como el establecimiento de sanciones a los paraísos fiscales y la consecución de una mayor transparencia (con una sustancial modificación en la concepción tradicional del secreto bancario). Uno de los aspectos destacados de dicha Cumbre es el reforzamiento del FMI, al que se le dota de enormes recursos para actuar de prestamista de última instancia, a la vez que se le encomienda un papel central de vigilancia del sistema financiero internacional junto al nuevo Consejo de Estabilidad Financiera que sucede al Foro de Estabilidad Financiera y que contará con poderes ampliados para, en cooperación con el FMI, alertar de los riesgos macroeconómicos y financieros y tomar las acciones necesarias para actuar

contra ellos.

En septiembre de 2009 tuvo lugar la reunión de Pittsburgh, EE UU, donde formalmente se decidió que el G-20 reemplazara al G-8 o al G8+5 de ahí en adelante en lo concerniente a los planes de desarrollo conjunto mundiales. A partir de aquí revisará cuál debe ser el ámbito de aplicación de la regulación poniendo especial énfasis en las instituciones, instrumentos y mercados que actualmente no están regulados, fijando como objetivo que todas las instituciones de importancia sistémica se regulen adecuadamente.

V. RETOS DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL

La naturaleza internacional de los mercados financieros exige una supervisión doble, estatal y global, a través de regulaciones transparentes, para evitar el desvío de operaciones hacia marcos menos regulados y con menores controles. La gestión del riesgo ha sido un proceso implícito a toda institución financiera que ha obligado a la industria financiera a operar bajo estándares que exigen mayor transparencia, solidez y uniformidad en el desarrollo de sus procesos, convirtiendo en este nuevo ambiente a la gestión del riesgo operacional en un factor predominante para lograr la diferenciación competitiva. Bien entendido que la supervisión financiera no es patrimonio exclusivo de la autoridad pública, pues antes debe superar dos escalones previos: el de los intermediarios financieros, y el de los supervisores externos, tanto auditores como agencias de calificación, que cuentan, respectivamente, con el correspondiente grado de responsabilidad. Dadas las diferencias existentes entre distintas tradiciones jurídicas y las diversas estructuras financieras, la supervisión de los sistemas nacionales de regulación del sector financiero e, incluso, la formulación de “estándares mínimos” en esta área, se lleva a cabo esencialmente a través de la autorregulación del sector mediante un peculiar proceso de normación. La adopción de estándares permite llevar los sistemas regulatorios de un país al máximo nivel de eficiencia en una doble dirección. De un lado, en la medida en que un país cumplía los estándares internacionales logrará disminuir la inestabilidad financiera; de otro lado, los países que se acomoden a ellos contarán con un mejor acceso al mercado de capitales y a la cooperación internacional, puesto que proporcionan una medida uniforme con la cual calificar el desempeño de un país en particular. Dicha autorregulación, que ha conseguido ciertas dosis seguridad y de eficacia y ha sido un instrumento esencial para agilizar las transacciones internacionales, se completa a escala regional con la actuación de instituciones especializadas, señaladamente en el caso de la UE.

En la incubación de la crisis de 2008 la posibilidad de transferir los riesgos limitó los incentivos para realizar un adecuado análisis en la concesión de los créditos a lo que hay que añadir que muchos ejecutivos recibieron cuantiosos bonos ante lo que parecía ser una actividad financiera extraordinaria[16]; no deja de ser significativo que una de las manifestaciones más sobresalientes de la crisis se asocie a las retribuciones percibidas por los administradores que no solo alentaron la asunción de nuevos riesgos sino que condicionaron los fallos en la organización y funcionamiento de la gestión y control interno de riesgo de las instituciones evaluadas.

Un sector financiero estable constituye un presupuesto fundamental para lograr un crecimiento económico sostenible por eso las autoridades reguladoras y supervisoras deben siempre prestar

atención a la forma en que surgen y se expanden los desequilibrios en las operaciones financieras inhibiéndolos antes de que provoquen un verdadero daño al resto de la economía. Las crisis financieras suelen obedecer, en efecto, a una supervisión inadecuada o con escasos incentivos a una inapropiada revelación de información; a prácticas bancarias de alto riesgo, señaladamente ratios de capital por debajo de los exigidos y una deficiente disciplina de mercado[17]. Entre otros aspectos, la supervisión financiera se enfrenta con

A) Grandes instituciones internacionalmente activas y altamente diversificadas, que operan en varios países y que llevan a cabo transacciones interrelacionadas utilizando el capital y recursos financieros de múltiples componentes corporativos. La existencia de conglomerados financieros, es decir de complejas empresas financieras transnacionales que operan en varios subsectores del mercado, unida a la creciente desaparición de las barreras que separan el ejercicio de las distintas actividades financieras, refuerza la necesidad de coordinar la actuación de los organismos de supervisión de carácter sectorial. Una de las tareas más complejas es el control de los grandes conglomerados financieros internacionales cuyo riesgo se multiplica en razón de la diversidad de productos que ofrecen y en la contradicción de intereses inherentes a cada uno de ellos cuando se someten a una supervisión única. La crisis de 2008 puso de relieve que los conglomerados financieros transfronterizos eran demasiado grandes para ejercer un control efectivo sobre ellos y para poder ser salvados. No en vano, la ausencia de coordinación entre entidades estatales de supervisión dejó muchos puntos muertos.

B) La aparición de nuevos productos financieros de extraordinaria complejidad que movilizan grandes cantidades de dinero aunque no cuenten con el capital para respaldar de forma adecuada las concretas previsiones de crédito y de compraventa que incorporan. Bien es verdad que en su mayor parte no son ilegales y, en todo caso, no todos son tóxicos o fraudulentos; también lo es que muchos reparten los riesgos, bajan los costes y abren oportunidades para los consumidores en todas partes, pero la imaginación de los intermediarios financieros ha engendrado instrumentos cuyo contenido resulta igualmente enigmático para sus propios creadores (“productos financieros incomprensibles”[18]). En la crisis de 2008 las fronteras no sirvieron para controlar este tipo de productos financieros que se introdujeron, dándose por buenos, en los mercados de muchos países. Otra consecuencia de la crisis de 2008 fue que los supervisores norteamericanos, al contrario de lo que sucedió en España con la actuación de la CNMV, no dieron la respuesta adecuada a la existencia y proliferación de estos productos.

C) La estructura territorial compleja existente en muchos Estados. La crisis de 2008 evidenció que en los Estados Unidos se eximió a las grandes instituciones de tener que seguir las leyes estatales de protección al consumidor, permitiéndoles en cambio cumplir sólo con las normas federales. Como es obvio esta cuestión ofrece gran interés en España ante la existencia de una dualidad competencial y de la doble dependencia de las Cajas de Ahorro respecto del Estado y las Comunidades Autónomas[19] sobre la que planea de caso “Gürtel”.

VI. CALIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO: *RATING*

El riesgo financiero contempla aspectos muy diversos: “riesgo-país”, “riesgo de los equipos directivos de las empresas”, “riesgo industrial” o “riesgo de naturaleza económica y financiera”. A

su evaluación se dedican unas agencias especializadas que valoran lo buen o mal pagador que es un país *–riesgo soberano–*, sus instituciones públicas *–riesgo público–*, las empresas *–riesgo corporativo–*, proyectos *–riesgo proyecto–* o riesgos con medios de pagos complejos *–finanzas estructuradas–*, cada uno de los cuales precisa una medición integral para su debido control. La calificación de valores se originó en los EE UU hacia finales del siglo XIX, en donde se había desarrollado un sistema de información crediticia que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras y ha sido esencial en el desarrollo de los mercados de capitales y en la promoción de la transparencia de la información y la cultura de la medición del riesgo. Dicha calificación se conoce como *rating*, que es una evaluación elaborada por empresas especializadas para valorar a los emisores de deuda según su solidez financiera, su capacidad de pago a diferentes plazos de tiempo (largo y corto), y su vulnerabilidad ante teóricos cambios del entorno exterior.

Las agencias de calificación crediticia desarrollan una importante función en la adopción de decisiones en el ámbito de la inversión y de la financiación, pues todas las instituciones financieras, desde las entidades de crédito a los fondos de pensiones de empleo, utilizan sus servicios para determinar sus necesidades de capital a efectos de solvencia o para determinar los eventuales riesgos de una determinada operación de inversión. No sólo son, junto a los auditores, los principales guardianes del mercado, sino que comparten con las autoridades financieras la vigilancia de la integridad del mercado de valores. La triple A es la máxima calificación crediticia que se puede recibir en el largo plazo y la deuda que la posee se considera que goza de una calidad extrema puesto que tiene una mínima sensibilidad a un entorno adverso y, a su lado se encuentra la AA+, para productos de calidad superior con una escasa sensibilidad a un entorno adverso. El renombre de estas calificaciones por parte de los operadores económicos llevaron a no sólo a empresarios individuales sino a muchos países a adoptar por vía legislativa un sistema de calificación de riesgos. Una evaluación positiva comporta, entre otras cosas la flexibilidad en las fuentes de financiación, un mejor acceso a los mercados de capitales, o la reducción del coste del endeudamiento

Las agencias de calificación crediticia[20] son entidades que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija calificando el riesgo crediticio de los emisores de valores y de sus obligaciones financieras con el objeto de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. Su servicio de recopilación de información sustituye al que tradicionalmente han prestado los bancos al examinar la solvencia de las empresas que financian[21].

Sus calificaciones, que afectan incluso a la política económica de Estados soberanos, son fundamentales, hasta tal punto, que algunas veces las empresas denuncian a las agencias de *rating* al considerar el impacto negativo en sus cuentas de resultados por una calificación injustificada. Tanto, Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings, que controlan más del 90% de este negocio privado, estuvieron en el origen de la crisis con sus erróneas interpretaciones y el amparo de bonos contruidos a partir de las hipotecas *subprime*”[22]. Analizando los antecedentes de la crisis de 2008 no resulta de recibo aceptar que en un **periodo de tiempo tan dilatado estas entidades fueran incapaces de descubrir que detrás de los bonos estaban estas famosas hipotecas. Resulta más probable pensar que las agencias, en vez de cumplir con su**

obligación de conceder a los bonos una calificación baja (alto riesgo y baja liquidez), se dedicaran a aleccionar a los bancos de cómo diseñar el producto para que fuera lo más opaco posible. Y aunque ciertos sectores han tratado de minimizar los fallos con relación únicamente esta clase de activos, al considerarlos complejos y de reciente creación, el argumento es difícil de sustentar al existir numerosas evidencias de que las propias agencias ayudaron en su confección y aleccionaron a los emisores para lograr la mejor nota. Si la quiebra de “Lehman Brothers” resulta un ejemplo paradigmático no puede olvidarse que las agencias también respaldaron deudas de importantes empresas quebradas de hecho, como “Enron” o “Parmalat”. No es casual que tras su fracaso en la detección de la crisis de estas últimas entidades la labor de las agencias de calificación haya sido objeto de fuertes críticas cuestionándose la falta de transparencia de sus métodos de evaluación y los conflictos de interés que surgen en la prestación de sus servicios.

La actividad de las agencias de *rating* y la de la mayor parte de las entidades privadas de regulación y control plantean graves problemas de legitimidad. El principal es su falta de responsabilidad, pues son virtualmente invulnerables a pesar de la trascendencia de sus decisiones. Ello no implica que sean ajenas a controles externos. En diciembre de 2004, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) aprobó un Código para la autorregulación de las agencias de calificación, cuyo objetivo era promover la protección del inversor salvaguardando la integridad del proceso de calificación puesto en entredicho tras los sucesivos escándalos financieros. Sin embargo, tuvo escaso éxito en su puesta en práctica.

Hasta tiempos recientes los Estados han sido incapaces de exigir responsabilidades a estas agencias (Japón lo intentó sin éxito) mientras que, al contrario, ellas controlan la actividad de los Estados por medio de sus calificaciones. Las agencias calificadoras han sido sometidas esencialmente en el Gobierno del presidente Barack Obama, a revisión de regulación financiera. El plan insta a Moody’s Investors Service, Moody’s Corp’s, Standard & Poor’s, McGraw–Hill Cos Inc’s y Fitch Ratings, entre otras, a mejorar la integridad de sus calificaciones, especialmente en finanzas estructuradas. Insta también a reducir los conflictos de interés y a los reguladores a nivel global a fortalecer la supervisión. La posición española, proclive a endurecer el control sobre estas agencias, se sitúa junto a la de Italia, Grecia, Portugal, Francia y Malta (curiosamente, las principales agencias han rebajado recientemente las calificaciones de la deuda pública de varios de estos países). La postura más blanda la representan Reino Unido, Países Bajos y Dinamarca, pues consideran que se trata de una intromisión excesiva por parte de la Unión en los mercados financieros.

VII. EL INFORME DE “DE LAROSIÈRE” Y LA NECESIDAD DE UN SISTEMA EUROPEO DE SUPERVISIÓN FINANCIERA

Resulta un lugar común referirse, a propósito de la crisis financiera de 2008, a la debilidad de la coordinación y de la supervisión internacional. Pero se olvida muchas veces que en la UE existían mecanismos consolidados en estos menesteres de gran sofisticación que también fallaron, aunque la situación haya experimentando un cambio sustancial, aunque no esté exento de críticas. El denominado “Grupo de De Larosière”, formado por gobernadores y banqueros de la UE, presentó el 25 de febrero de 2009 un informe, solicitado por el Presidente de la Comisión, en el que tras

analizar las causas de la referida crisis efectuaba una serie de recomendaciones para el futuro. Dicho informe fue dictaminado por el Comité Económico y Social Europeo con 152 votos a favor, 37 en contra y 15 abstenciones y publicado en el Diario Oficial en diciembre de 2009.

Pese a que el marco de Basilea II no estaba en vigor cuando se gestó la crisis[23], esta última ha puesto de manifiesto con crudeza las notables consecuencias adversas que se derivan del riesgo de liquidez y que se ve acentuado en la medida en que existen desequilibrios en los plazos de activo y pasivo de las entidades financieras. Es preciso, por lo tanto, introducir normas más concretas y estrictas al respecto, que además consideren el impacto que las presiones sobre la liquidez induce en el capital de las entidades financieras y, por lo tanto, en el comportamiento de sus gestores. Lo que empezó siendo un problema en el mercado estadounidense de hipotecas de baja calidad, se ha transformado en una crisis financiera mundial, que se ha contagiado a la actividad económica y al empleo, y ha generado una recesión mundial. Los Estados han intervenido para apoyar a los sistemas financieros de una manera que hace unos años nadie se hubiera imaginado. Y la cuestión esencial es qué puede hacerse para reducir la probabilidad de que este tipo de sucesos vuelvan a registrarse.

Existe coincidencia en que los mayores problemas no surgieron por una normativa especialmente inadecuada sino, más bien, por una falta de exigencia de su cumplimiento y por una mala supervisión de las instituciones y de los mercados financieros. Se apunta en esta línea la necesidad de reclamar a las entidades de crédito más recursos propios y de mejor calidad, y a que las normas de prudencia y los esquemas contables conduzcan al establecimiento de unas reservas de capital que permitan el control de los riesgos y la transparencia de las operaciones fuera de balance. Baste comprobar que al contar las autoridades españolas con una normativa más estricta con respecto a las operaciones fuera de balance, nuestros bancos fueron los menos afectados por la crisis.

La principal propuesta del “Informe de De Larosière” es la de crear un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (SESF), paralelo al Sistema Europeo de Bancos Centrales, pero sin instaurar en este caso una Autoridad equiparable al Banco Central Europeo. Una suerte de comité de supervisores, con funciones de vigilancia de la estabilidad de cada una de las entidades financieras, compartidas entre organismos comunitarios y de los Estados miembros. Junto a este sistema se propone la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB) para prevenir y gestionar las crisis en el que participan el Banco Central Europeo y la Comisión Europea. Este nuevo órgano sería el encargado de la supervisión desarrollando cuatro funciones: a) diseñar, recopilar y analizar toda la información precisa para identificar los riesgos globales del sector financiero, b) evaluar la importancia de dichos riesgos; c) emitir alertas y recomendaciones sobre los mismos y, d) asegurarse que se cumplen dichas recomendaciones. Para ello debería mantener un estrecho contacto con el FMI y otros organismos internacionales, para incorporar a sus análisis posibles alertas sobre riesgos globales.

El informe no defiende la creación de un supervisor único de los mercados financieros de la UE, como tampoco lo propuso el redactado a principios de 2001 por Alexandre Lamfalussy, ex presidente del Instituto Monetario Europeo y uno de los artífices del euro. En aquellos momentos los expertos se conformaron con diseñar una vía rápida para elaborar normas sobre los mercados financieros y una arquitectura que facilitara la coordinación de los reguladores nacionales de la UE a la hora de aplicarlas. No han faltado críticas al informe. Sus objetivos se han quedado corto a la

hora de realizar propuestas concretas y no abordan en absoluto la cuestión de cómo gestionar crisis transfronterizas.

En Europa hay una gran tensión porque en la eurozona existe ciertos círculos desean fervientemente armonizar y centralizar la supervisión dotando de más poderes al Banco Central Europeo (BCE). Pero al mismo tiempo, la crisis ha mostrado que sólo los Estados nación son capaces de efectuar una acción decidida respaldada por suficiente dinero para recapitalizar una institución financiera fallida. Han sobrado en los últimos tiempos en Europa experiencias varias en la creación de estructuras complejas y múltiples para discutir temas relacionados con la regulación y la supervisión financiera. Por esa razón es preciso superar una organización excesivamente complicada, compuesta por demasiados foros y grupos, en la que no quedan claramente definidas las responsabilidades, o en la que éstas se solapan con las de otros organismos existentes.

Por el momento la reforma se ha encaminado hacia uno de los sectores responsables de la crisis: las agencias de calificación crediticia, la mayoría de las cuales tienen su sede fuera de la UE. A ello responde el Reglamento (CE) nº 1060, de 16 de septiembre de 2009, que si bien reconoce su importante papel en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales determina que estas agencias deberán utilizar estándares de evaluación sólidos y no podrán ofrecer servicios de consultoría ni calificar instrumentos financieros si no disponen de información fiable y precisa para los inversores.

VIII. HASTA LA PRÓXIMA CRISIS FINANCIERA

El sistema financiero reposa en la confianza del público en los mecanismos de asignación del ahorro a la inversión y dicha confianza se ha destruido con la crisis. Es aconsejable una reforma en profundidad de las más las altas estructuras de las finanzas internacionales pero acaso ésta resulte insuficiente para recobrar la confianza en los bancos por parte de los ciudadanos. Debe ir acompañada de otras medidas basadas en una nueva cultura que cambie la forma y el contenido de la regulación financiera, cuya ortodoxia reposa en un permanente diálogo entre los supervisores y la industria. Al margen de su eficacia en la prevención de las crisis, el sector financiero no ha estado exento de regulación que se ha proyectado en tres sectores principales con el objetivo último de la protección de los consumidores: la divulgación de información, para defender a estos últimos de fraudes, actividades engañosas o prácticas delictivas y la gestión del riesgo sistémico, esto es, el que da lugar a la inestabilidad del sistema financiero a causa de acontecimientos generados por los intermediarios financieros. Profundizar en estas acciones parece que constituye la perspectiva adecuada.

Existe un consenso amplio en torno a la necesidad de mejorar el marco institucional en el que operan los mercados financieros en todo el mundo, reforzando la regulación y supervisión prudencial y sus prácticas contables; de adoptar estándares internacionales mínimos en estas áreas; y de contar con códigos de conducta relativos a la política fiscal, monetaria y financiera, y con principios adecuados de gobernabilidad empresarial, perfeccionando la información que se suministra a los agentes de los mercados financieros. Hoy la presencia de una red de protección gubernamental hace necesaria su regulación. Precisamente una de las funciones de las autoridades

públicas es salvaguardar la estabilidad financiera, necesaria para el equilibrio económico general, y por ello las entidades financieras deben estar sometidas a mayores controles prudenciales y vigilancia que otro tipo de entidades, sobre todo en lo que concierne a la existencia de un nivel de capital acorde con sus riesgos[24]. En este contexto es previsible que en los próximos años la liquidez sea más ajustada, pero no lo bastante como para asfixiar al nuevo sistema financiero en la sombra hasta hacerlo desaparecer. El referido Reglamento (CE) nº 1060, de 16 de septiembre de 2009, aunque no contenta a todos por su complejidad y excesivo burocratismo, supone un nuevo paso en la supervisión del riesgo financiero. Pero los reformadores, al grito de que “no hay que regular más, sino que hay que regular mejor”, deben hacer frente al tradicional chantaje que han ejercido estas entidades y superar el complejo atávico hacia la sobre-regulación o hacia los fantasmas de una regulación equivocada susceptible, según tal concepción, de acabar con el propio sistema con imprevisibles consecuencias. De no hacerse así, de no establecerse claramente unas líneas claras de responsabilidad de los diversos operadores en este peculiar mercado, la reforma será una mera entelequia hasta que se produzca la próxima e inexorable crisis financiera.

 * Catedrático de Derecho internacional privado de la Universidad Complutense de Madrid

[1] S. STRANGE, *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge University Press, Cambridge, 1996; traducción española: *La retirada del Estado. La difusión del poder en la economía mundial*, Icaria/Intermón Oxfam, 2001, Barcelona.

[2] M.M. SALAH, “Mondialisation et souveraineté de l’État”, *Journal du droit international*, 1996, nº 3, pp. 611 ss.

[3] V. CABLE, *Globalization and Global Governance*, The Royal Institute of International Affairs, Londres, 1999; R.O. KEOHANE, “Global Governance and Democratic Accountability”, *Taming Globalization. Frontiers of Governance* (D. Held y M. Koenig-Archibugi, eds.), Cambridge/Oxford/Malden, Polity, 2003, pp. 130-159, esp. p. 132.

[4] R. GILPIN, *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, Princeton, 1987, pp. 17 ss; *id.*, *Global Political Economy*, Princeton University Press, Princeton, 2001, pp. 4 ss.

[5] P.B. KENEN, *The International Financial Architecture: What’s New? What’s Missing?*, Institute for International Economics, Washington, 2001; J. EATWELL, *The New International Financial Architecture: Promise or Threat*, Cambridge Endowment for Research in Finance, Cambridge, 2002.

[6] A. SANZ SERRANO, “¿Quién regula el sistema financiero internacional? Foros y normas”, *Información Comercial Española*, nº 801, 2002, pp. 145–164; F. ZUNZUNEGUI, “La regulación jurídica internacional del mercado financiero”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, mayo 2008, working paper 1/2008, 14 pp.

[7] *Vid.* el régimen regulador anterior a la crisis en H.S. SCOTT, “An Overview of International Finance: Law and Regulation”, *Research Handbook of International Economic Law* (A.T. Guzman y A.O. Sykes, eds.), Edward Elgar Publ., 2007, pp. 361–417.

[8] *Vid.* con carácter general, mis consideraciones en *Ius mercatorum, Autorregulación y unificación del Derecho de los negocios transnacionales*, Consejo Superior del Notariado, Madrid, 2003.

[9] Resulta de referencia obligada en libro de G.A. WALKER, *International Banking Regulation. Law, Policy and Practice*, Kluwer Law International, Londres, 2001

[10] K. ALEXANDER, “The Need for Efficient International Financial Regulation and the Role of a Global Supervisor”, *Journal of Money Laundering Control*, vol. 5, nº 1, 2001, pp. 52–65.

[11] M. GIOVANOLI, “A New Architecture for the Global Financial Market: Legal Aspects of International Financial Standard Setting”, *International Monetary Law: Issues for the New Millennium* (M. Giovanoli, ed.), Oxford University Press, Oxford, 2000, pp. 3–59.

[12] Así se expresó el Premio Nobel de economía (2001) J.E. STIGLITZ, “The Fruit of Hypocrisy”,

The Gardian, 16 de septiembre de 2008. Vid. de este autor, *Globalization and its Discontents*, Norton, Nueva York, 2002.

[13] La intervención del presidente Sarkozy ante el Foro de Davos el 27 de enero de 2010, de que “seguiremos haciendo correr riesgos insostenibles a la economía y animando a la especulación y sacrificando el largo plazo si no cambiamos la regulación bancaria, las reglas de prudencia, las reglas contables”, no es más que un síntoma de esta tendencia rupturista.

[14] F. STEINBERG, “Legitimidad y representatividad del fondo monetario internacional”, *La reforma de la arquitectura financiera internacional* (J.A. Alonso y otros, coords.), Empresa Global, S.L., Madrid, 2009, pp. 53–68.

[15] Sumamente ilustrativo al respecto es el folleto de E.M. TRUMAN, *A Strategy for IMF Reform*, International Monetary Fund, Policy Analyses in International Economics, n° 77, Washington, 2006.

[16] P. KRUGMAN, “Another Temporary Fix”, *The New York Times*, 28 de julio de 2008.

[17] D.T. LLEWELLYN, “An Analysis of the Causes of Recent Banking Crises”, *The European Journal of Finance*, vol. 8, n° 2, 2002, pp. 152–175.

[18] Resultan ilustrativas las Sentencias de la Audiencia Provincial de Jaén 27 de marzo de 2009 (AC 2009\1604) y la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava 7 de abril de 2009 (AC 2009\995) que condenaron al Banco de Santander y a Bankinter por comercializar determinados productos insistiendo en la falta de información y en que los contratos financieros son incomprensibles para la gran mayoría de los clientes de la banca, lo cual vulnera numerosas leyes: desde la Ley General de Consumidores y Usuarios hasta la directiva europea MiFID, la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. En consecuencia, abre la puerta a que otros tribunales fallen en contra de las entidades en otros casos en los que los clientes aleguen esta falta de información o que no comprendan lo que están contratando. Uno de los argumentos utilizados es lo dispuesto en el art. 5.3° del Código general de conducta de los mercados de valores inserto en el RD 629/1993 sobre normas de actuación en los mercados de valores, que dice que “(L)a información a la clientela debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación y haciendo hincapié en los riesgos que cada operación conlleva, muy especialmente en los productos financieros de alto riesgo, de forma que el cliente conozca con precisión los efectos de la operación que contrata.”.

[19] G. ARIÑO ORTIZ, “Bases constitucionales para una correcta asignación de competencias sobre las Cajas de Ahorro”, *El Cronista del Estado Social y Democrático de Derecho*, n° 10, febrero de 2010, pp. 10–23.

[20] Vid. por todos, A.J. TAPIA HERMIDA, “La regulación internacional de la calificación de riesgos de las agencias de calificación en los mercados de capitales”, *RDBB*, n° 1000, 2005, pp. 9–68.

[21] E. SOUSMATZIAN VENTURA, “El *rating*: la calificación de las empresas especializadas en los mercados financieros”, *RDBB*, n° 68, 1997, pp. 1189–1228, esp. pp. 1192–1199.

[22] J. MASSA, “Algunas reflexiones sobre la crisis financiera”, *RDBB*, n° 115, 2009, pp. 19–29, esp. pp. 24–25.

[23] El “Marco revisado para la convergencia internacional de las medidas y normas de capital” (más conocido como “Basilea II”), pretende la solidez y la estabilidad del sistema bancario internacional, manteniendo al mismo tiempo la necesaria consistencia para que la normativa de suficiencia del capital fuese una fuente de desigualdad competitiva entre los bancos internacionales. Se basa en tres pilares, reglamentación, supervisión y disciplina: i) Requerimientos de capital de manera que se asegure la solvencia de las entidades mediante una relación directa entre riesgo y capital; en concreto, si los bancos cumplen determinados requisitos, podrán hacer un uso parcial de sus propias mediciones internas de riesgos creándose al efecto incentivos económicos para realizar tales operaciones. ii) Proceso de supervisión cuya finalidad principal de la supervisión es la protección de los depositantes, de suerte que el capital reconocido en las medidas de suficiencia de capital deberá estar fácilmente a disposición de estos últimos. iii) Disciplina de mercado, estableciendo requerimientos de divulgación de la información con el objetivo de permitir a los participantes del mercado evaluar el perfil de riesgo del banco. Vid. J.P. DECAMPS, J.C. ROCHET y B. ROGER, “The Three Pillars of Basel II: Optimizing the Mix”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, n° 2, 2004, pp. 132–155.

[24] Vid. con carácter general, X. FREIXAS y J. SAURINA, “Teoría y práctica de la regulación bancaria”, *Moneda y Crédito*, n° 218, 2004, pp. 111–158.